

บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL)

ปี 58: ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราคาดเล็กน้อยแต่อนาคตสดใสขึ้น

เราปรับคำแนะนำหุ้น IVL จาก ถือ เป็น ซื้อ เนื่องจากเราคิดเริ่มเห็นแนวโน้มที่ชัดเจนในระยะสั้น-ยาวทั้งจากกำไรสุทธิที่เติบโตขึ้น รวมทั้ง upside จากดีล M&A และรายการพิเศษจาก negative goodwill ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 29.00 บาท

2015 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	2015	2014	yoy % chg	Remarks
Revenue	234,698	243,907	(4)	In line with our expectation
Core EBITDA	22,322	19,481	15	Slightly below our expectation
Inventory gain/(loss)	(2,918)	(3,522)	(17)	In line with expectation
Reported EBITDA	19,404	15,959	22	
Depre.	(9,325)	(7,898)	18	
Int. Expense	(3,652)	(3,555)	3	
Tax	(1,881)	(1,614)	16	Higher than expectation
Extra-items	2,413	(58)	(4,260)	
Net income	6,609	1,485	345	Slightly below our expectation
Core Profit	6,487	4,886	33	
EPS	1.37	1.02	35	

Source: Indorama Ventures, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- ผลประกอบการปี 58 ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 9% กำไรสุทธิพุ่งขึ้น 345% yoy อยู่ที่ 6,609 ล้านบาทในปี 58 แต่ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 9% ที่ประมาณ 7,300 ล้านบาทจาก effective tax rate ที่สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้อยู่ที่ 36% (เทียบกับประมาณการของเราที่ 31%) ทั้งนี้ การผลิต, inventory loss, ค่าใช้จ่าย SG&A และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยออกมาใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้
- หากไม่รวม one-off inventory loss และกำไรพิเศษ ด้านกำไรปกติจะอยู่ที่ 6,487 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 33% yoy หนุนจากยอดการผลิตที่สูงขึ้นและประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนค่าลง
- ยอดการผลิตที่สูงขึ้นถูกหักล้างจากสเปรตที่ลดลง ยอดการผลิตเพิ่มขึ้น 12% yoy อยู่ที่ 7.0 ล้านตัน จากดีล M&A จำนวน 6 รายการ ซึ่งช่วยเพิ่มยอดการผลิตขึ้นอีก 1.6 ล้านตันในปี 58 ขณะที่ core EBITDA/ตัน ลดลงอยู่ที่ 93 เหรียญสหรัฐ/ตัน จาก 96 เหรียญสหรัฐ/ตัน จากสเปรต PET ในเอเชียที่ลดลงอยู่ที่ 114 เหรียญสหรัฐ/ตัน (ปี 57 อยู่ที่ 142 เหรียญสหรัฐ/ตัน)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	243,907	234,698	297,235	331,928	359,751
EBITDA	12,565	16,554	26,657	28,962	32,026
Operating profit	4,466	7,228	16,811	18,316	20,180
Net profit (rep./act.)	1,485	6,609	8,404	9,988	11,301
Net profit (adj.)	4,886	6,487	8,404	9,988	11,301
EPS (Bt)	1.0	1.3	1.7	2.1	2.3
PE (x)	21.5	16.2	12.5	10.5	9.3
P/B (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	15.1	11.4	7.1	6.5	5.9
Dividend yield (%)	1.7	2.2	2.5	2.8	2.8
Net margin (%)	0.6	2.8	2.8	3.0	3.1
Net debt/(cash) to equity (%)	92.3	100.7	97.5	87.2	51.6
Interest cover (x)	3.5	4.5	6.2	6.7	7.3
ROE (%)	2.2	8.6	10.3	11.6	12.0
Consensus net profit	-	-	6,669	8,040	13,661
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.26	1.24	0.83

Source: Indorama Ventures, Bloomberg, UOB Kay Hian
n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

ซื้อ

(Upgraded)

ราคาปัจจุบัน	22.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	29.00 บาท
Upside	+33.0%

รายละเอียดบริษัท

ผู้ผลิต PET และ Polyester fiber

Stock Data

GICS sector	Materials
Bloomberg ticker:	IVL TB
Shares issued (m):	4,814.3
Market cap (Btm):	104,951.1
Market cap (US\$m):	2,935.7
3-mth avg daily turnover (US\$m):	4.8

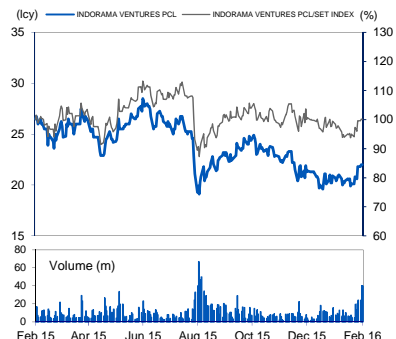
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt28.50/Bt19.10				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
4.3	4.8	3.3	19.3	2.3	

Major Shareholders

	%
Lohia family	66.0
Bangkok Bank	4.8
FY16 NAV/Share (Bt)	17.23
FY16 Net Debt/Share (Bt)	16.79

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

อาคิส ภมรานนท์

02-659-8317

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบเคย์ฮัน จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณี่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ผลกระทบในอนาคต

- **สรุปประเด็นสำคัญ** เราได้เข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์กับ IVL เมื่อวันที่ 23 ก.พ. ที่ผ่านมา คุณ Alok Lohia ซึ่งเป็นซีอีโอของกลุ่มฯ ได้เปิดเผยถึงกลยุทธ์ในการดำเนินงานและอัปเดตเกี่ยวกับภาพรวมในระยะยาวของสเปรต PET/PTA
- **ปรับเพิ่มเป้าการผลิต** ผู้บริหารปรับเพิ่มเป้าการผลิตขึ้นเป็น 8.7 ล้านตันในปี 59 (จากประมาณการเดิมที่ 7.0 ล้านตัน) เพราะกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นหลังการซื้อกิจการ 6 แห่งและโครงการลดต้นทุน+เพิ่ม operating rate นอกจากนี้ บริษัทฯ กำลังอยู่ระหว่างการเจรจาซื้อกิจการจำนวน 2 รายการซึ่งคาดว่าจะหาข้อสรุปได้ภายในอีก 2 ปี เพื่อเพิ่มยอดการผลิตของ IVL ขึ้นเป็น 10.6 ล้านตันในปี 61
- **คาด margin ดีขึ้นเล็กน้อย** แม้ผู้บริหารคาดว่าสเปรตจะคงที่ในอีก 3 ปีข้างหน้าแต่ core EBITDA/ตันเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ประมาณ 2-3 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ด้วยปัจจัยหนุนจากต้นทุนที่ลดลงจากการนำโครงการลดต้นทุนและเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต รวมทั้งราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำ (ซึ่งทำให้ conversion cost และเงินลงทุนลดลง)
- **ปิดปรับปรุงโรง EO/EG ในสหรัฐฯ นานกว่าที่คาด** อย่างไรก็ดี ผู้บริหารคาดว่าโรงผลิต EO/EG จะกลับมาดำเนินการผลิตอีกครั้งในเดือน มี.ค. 59 และคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อเล็กน้อยกับกำไรสุทธิของ IVL ในปีนี้
- **Upside จาก negative goodwill** จากการ M&A ในไตรมาส 4/58 ผู้บริหารคาดว่าบริษัทฯ จะได้รับ negative goodwill ที่ประมาณ 3,000-4,000 ล้านบาทในช่วง 2H59

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิ** เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ขึ้น 5% อยู่ที่ประมาณ 8,404 ล้านบาท (EPS อยู่ที่ 1.7 บาท) เพื่อสะท้อนประมาณการผลิตที่สูงขึ้นและ core EBITDA/ตันที่มากขึ้นในปี 59 จาก synergy ที่ได้รับจาก M&A ในปี 58

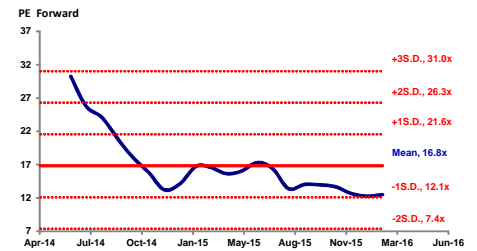
คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ช้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 29.00 บาท** อิงด้วย 2016F PE ที่ 17.0 เท่า (ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีต) และ P/B ที่ 1.7 เท่า (0.5 SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี) ราคาเป้าหมายของเรามี upside จากระดับปัจจุบันอยู่ 33% โดยมีปัจจัยบวกคือ 1) การกลับมาดำเนินการผลิตของโรง oxide และ glycos ในเดือน มี.ค. 59 2) M&A จำนวน 2 รายการในปี 59 และ 3) การที่ตลาดปรับเพิ่มกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายหลังประกาศผลประกอบการในไตรมาส 1/59

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- สภาวะเศรษฐกิจจีนที่คาดฟื้นตัวขึ้น หนึ่ง ประเทศจีนเป็นผู้นำเข้า PET และ PTA รายใหญ่ที่สุด
- การควบรวมกิจการ

IVL FORWARD PER



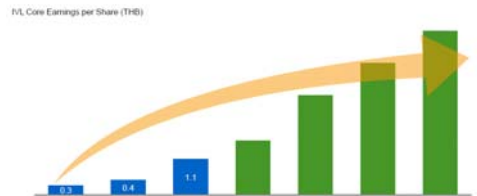
Source: Indorama Ventures, UOB Kay Hian

PRODUCTION TARGET (2016-18)

SMT	Last 7-Year Average Historical Average	2015-2016 Avg	2016-2018 Avg
Asian PTA	\$159	94	94
EU PTA	\$226	190	190
NA PTA	\$289	272	272
Asian PET	\$135	130	130
NA PET	\$265	271	271
EMEA PET	\$254	205	205

Source: Indorama Ventures, UOB Kay Hian

EXPECTED EPS GROWTH DURING 2015-18



Source: Indorama Ventures

M&A IN THE PIPELINE



Source: Indorama Ventures

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน